

Federico M. Mucciarelli

---

**PROBLEMI APERTI IN TEMA DI  
OFFERTE PUBBLICHE D'ACQUISTO  
TRANSFRONTALIERE**

---

Estratto



## PROBLEMI APERTI IN TEMA DI OFFERTE PUBBLICHE D'ACQUISTO TRANSFRONTALIERE (\*)

SOMMARIO: 1. La legge applicabile alle offerte pubbliche d'acquisto. — 1.1. Il problema. — 1.2. Il criterio di applicazione del diritto italiano. — 1.3. Il coordinamento tra ordinamenti nella Direttiva opa. — 1.4. L'attuazione della Direttiva opa in Italia. — 2. Legge applicabile alle opa transfrontaliere "extracomunitarie" e il pericolo di applicazione cumulativa della legge di paesi terzi. — 2.1. Ambito di applicazione del diritto italiano riguardo a opa transfrontaliere extracomunitarie. — 2.2. Il rischio di applicazione cumulativa di leggi. — 2.3. La soluzione della prassi: restrizione dei destinatari dell'offerta e limiti alla distribuzione del documento d'offerta. — 2.4. Restrizioni all'opa e parità di trattamento. — 3. Questioni aperte sulla legge applicabile: *squeeze-out*, *sell-out* e comunicato emittenti. — 3.1. Il problema. — 3.2. La legge applicabile a *squeeze-out* e *sell-out*. — 3.3. La legge applicabile al comunicato dell'emittente.

1.1. I confini nazionali non riescono ad ostacolare i movimenti di capitale e le scelte di investimento delle imprese, cosicché la prassi degli affari registra in misura sempre più crescente operazioni finanziarie e industriali che coinvolgono soggetti residenti in più Stati. Il presente scritto affronterà una di queste operazioni, ossia le offerte pubbliche d'acquisto (1) "transfrontaliere", intendendo con tale espressione le opa su azioni di società regolate dalla legge di un paese diverso da quello dell'offerente oppure su azioni di società quotate in più mercati o diffuse tra investitori residenti in più di un paese.

Per chiarezza, proviamo a formulare, dal punto di vista dell'ordinamento italiano, alcuni esempi paradigmatici. Si può pensare a: (i) un'opa proposta da una società italiana sulle azioni di una società estera (dovendosi poi distinguere se comunitaria o non comunitaria); (ii) un'opa di una società italiana su azioni di altra società italiana, le quali siano negoziate

---

(\*) Una versione preliminare del lavoro è stata presentata in un seminario del Centro Interdipartimentale di Economia e Finanza (CEFIN) presso la Facoltà di Economia dell'Università di Modena e Reggio Emilia, il 27 maggio 2008. Desidero ringraziare, inoltre, l'Avv. Ethan Perry, per i preziosi suggerimenti e i chiarimenti sul diritto statunitense. Ogni errore od omissione è mia responsabilità.

(1) In seguito: "opa".

o quotate in un mercato regolamentato non italiano o siano comunque diffuse tra soggetti residenti in molti paesi; (iii) un'opa di società straniera (comunitaria o extra-comunitaria) sulle azioni di una società italiana. Quale legge si applica a simili operazioni? In particolare, quale legge si applica alle questioni legate alla "takeover regulation", ossia al procedimento dell'opa, alla sua autorizzazione e vigilanza? (2)

Per rispondere a quest'interrogativo, occorre ricordare che ogni ordinamento è libero di stabilire autonomi criteri di coordinamento tra ordinamenti. Se un ordinamento sottopone la scelta della legge applicabile alle opa a norme di conflitto bilaterali e complete (3), peraltro, rischia di richiamare leggi che, dal loro punto di vista e riguardo al caso concreto, non "vogliono" essere applicate. Pertanto, a livello comparato pare più diffusa l'adozione di criteri di coordinamento unilateralistici, che mirano solo a determinare l'ambito di applicazione del diritto nazionale e non a stabilire in ogni caso quale sia la legge applicabile a qualsiasi opa; questa scelta, peraltro, genera inevitabilmente conflitti positivi o negativi di competenza (4), poiché spesso i diversi Stati coinvolti da un'opa transfrontaliera non adottano criteri di collegamento identici e, quindi, individuano l'ambito di applicazione della propria legge indipendentemente dalle scelte compiute da altri paesi.

Per questa ragione, uno degli obiettivi della Direttiva 2004/25/CE sulle opa transfrontaliere comunitarie (5) è stato l'introduzione di un articolato sistema di coordinamento tra gli ordinamenti dei Paesi Membri, il quale non dovrebbe lasciare spazio a conflitti positivi o negativi di leggi e di giurisdizione.

La Direttiva opa, però, si applica solo alle opa finalizzate a ottenere il controllo di società con sede legale in un Paese Membro e titoli negoziati

(2) Cfr. PORTALE-TOMBARI, *Opa transnazionale e decentramento delle strutture di governance*, in questa Rivista, 2002, I, 295 ss., che individuano tre questioni principali, riguardo alle quali occorre stabilire distinti criteri di collegamento: (i) il diritto privato dei contratti; (ii) la *takeover regulation*; (iii) le questioni di diritto societario.

(3) Ossia: norme di conflitto che, dal punto di vista del diritto nazionale, individuano la legge applicabile ad una certa fattispecie con caratteri di estraneità o internazionalità e anche se tale fattispecie non ha alcun punto di contatto con l'ordinamento del foro.

(4) I primi sorgono quando due paesi pretendono di essere competenti a vigilare e regolamentare la stessa opa; i secondi, invece, rappresentano quelle situazioni, tutt'altro che rare, in cui nessun ordinamento si ritiene competente a disciplinare un'opa. Per alcuni esempi di conflitti negativi di competenza, anteriori alla Direttiva opa, si veda Von HEIN, *Grundfragen des europäischen Übernahmekollisionsrechts*, in AG, 2001, 231, e PORTALE-TOMBARI (nt. 3), 301 s.

(5) In seguito: la "Direttiva opa".



in un mercato regolamentato comunitario (6), cosicché al di fuori di questo campo di applicazione i criteri di collegamento nazionali non vengono armonizzati e questo potrebbe ancora produrre conflitti di leggi e di giurisdizione, anche se gli Stati Membri sono ovviamente liberi di estendere i criteri previsti dalla Direttiva opa anche alle offerte che non rientrano nel suo cono d'ombra.

1.2. Il legislatore italiano ha attuato la Direttiva opa con il decreto n. 229 del 19 novembre 2007, che ha modificato in più punti il t.u.f., introducendo anche una norma che identifica l'ambito di applicazione del diritto italiano e l'area di competenza della Consob. Prima di affrontare l'esame di queste disposizioni, mi sembra opportuno compiere una ricognizione dei criteri di applicazione del diritto italiano anteriori all'attuazione della Direttiva opa, poiché tali criteri in certi casi sono ancora applicabili.

Come è noto, chi intende proporre un'opa deve presentare alla Consob un documento contenente la descrizione completa dell'offerta, affinché la Consob lo autorizzi e possa vigilare sulla correttezza del suo svolgimento (7). Ma quali opa devono essere autorizzate dalla Consob e quali, al contrario, non hanno punti di contatto con il nostro Paese tali da assoggettare l'opa all'ordinamento italiano?

Prima dell'attuazione della direttiva opa, il diritto italiano non prevedeva esplicitamente alcun criterio per coordinarsi con altri ordinamenti eventualmente coinvolti in un'opa transfrontaliera. Peraltro, nonostante la mancanza di un enunciato formale, l'ambito di applicazione del diritto italiano poteva essere individuato sulla base della *ratio* della disciplina sull'opa, ossia tutelare la correttezza ed efficienza del mercato e il pubblico dei destinatari dell'offerta. Da questa *ratio* si poteva inferire che la disciplina italiana sull'opa doveva applicarsi alle offerte "localizzate" sul territorio italiano, ossia rivolte a soggetti residenti o domiciliati in Italia, non solo a quelle aventi ad oggetto titoli quotati in Italia (8).

(6) Art. 1 Direttiva opa.

(7) Sul procedimento per proporre un'opa, dopo l'attuazione della Direttiva opa, mi permetto di rinviare a: MUCCIARELLI, *L'attuazione della direttiva opa nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 448 ss.

(8) BENEDETTELLI, "Corporate governance", mercati finanziari e diritto internazionale privato", in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 1998, 716, e PORTALE-TOMBARI (nt. 3), 300.

Le opinioni della dottrina, peraltro, non erano unanimi. Cfr.: UBERTAZZI, *L'offerta al pubblico nel diritto internazionale privato*, in *Giur. comm.*, 1975, II, 346 ss., commento a Trib. Milano, 14 novembre 1974 (il quale, prima della legge 218/1995 sul diritto internazionale privato, propendeva per applicare l'art. 25 delle preleggi, in materia di obbligazioni);

Questa era la logica seguita anche dalla Consob, la quale sottoponeva al diritto italiano le opa rivolte a più di cento soggetti residenti o domiciliati in Italia, anche se la società emittente non era italiana o non era quotata in un mercato regolamentato italiano (9). Una conferma di questo criterio di applicazione del diritto italiano è rappresentata dal caso "MAN/Scania", presentatosi alla Consob nelle more dell'attuazione della Direttiva opa.

Nella fattispecie, la società tedesca MAN lanciò un'opa sulla società svedese Scania, le cui azioni erano quotate solo in Svezia. Apparentemente, quindi, l'opa in questione aveva pochi punti di contatto col diritto italiano e doveva essere disciplinata dal diritto svedese. Ciononostante, la Consob ritenne che si dovesse applicare il diritto italiano perché almeno cento soci di Scania erano residenti in Italia, nonostante la società non fosse quotata in Italia. La conseguenza era che l'offerente avrebbe dovuto redigere un documento d'offerta seguendo le regole del t.u.f., sottoporlo alla Consob per il ottenere il nulla osta e rispettare le norme italiane in materia di opa. L'aggravio di costi e di tempi di questa logica unilateralistica è evidente, anche perché non si può escludere che altri paesi si ritenessero competenti a disciplinare l'opa, al pari dell'ordinamento italiano. E, infatti, nel caso MAN/Scania anche l'ordinamento svedese si riteneva competente, con la conseguenza che l'offerente doveva presentare il documento d'offerta tanto alla Consob quanto all'autorità svedese, rispettando distintamente le leggi di entrambi i paesi.

1.3. La Direttiva opa introduce regole precise per ripartire la competenza tra gli ordinamenti comunitari e le rispettive autorità di vigilanza; il quadro regolamentare è completato dal principio del mutuo riconosci-

---

WEIGMANN, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, in *Trattato*, Colombo-Portale, vol. 10, t. 2, Torino, 1993, 363 (legge del paese di quotazione per tutte le questioni procedurali); SEATZU, *Le opa nel diritto internazionale privato italiano*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 730 ss. (si applica la Convenzione di Roma 19 giugno 1980, richiamata dall'art. 57 della l. 218/1995, in materia contrattuale).

(9) La ragione è questa: per l'art. 1, comma 1°, lett. v, del d.lgs. n. 58 del 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia finanziaria, "t.u.f.") per opa si intende "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quello indicato nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1°, lettere b) e c)"; quest'ultimo articolo rimanda ad un regolamento Consob la determinazione delle soglie sotto le quali non trova applicazione la disciplina sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari; sulla base di questa delega, l'art. 33, comma 1°, lett. a Regolamento Emittenti individua una soglia di cento soggetti come destinatari dell'offerta. Sull'ambito di applicazione del diritto italiano si veda, sia pure implicitamente, Consob, Comunicazione n. DEM/4001931 del 13-1-2004, in [www.consob.it](http://www.consob.it).



mento dei documenti d'offerta approvati dall'autorità competente (come individuata secondo i criteri della Direttiva opa) (10).

Per individuare l'autorità competente, la Direttiva opa introduce un principio generale e alcune norme complementari. Il principio generale è che sia competente l'autorità del paese della sede della società bersaglio, quando questa ha titoli negoziati in un mercato regolamentato nello stesso paese della sede (11). Nel caso, però, in cui sede legale e mercato non coincidano, la Direttiva prevede alcuni criteri suppletivi: (i) se i titoli della società bersaglio sono negoziati su un solo mercato, è competente l'autorità del paese ove i titoli sono negoziati (12); (ii) se i titoli sono negoziati in più paesi è competente l'autorità del paese del mercato regolamentato nel quale i titoli oggetto dell'opa sono stati ammessi prima alla negoziazione (13); (iii) se i titoli della società sono stati ammessi alla negoziazione contemporaneamente in mercati regolamentati di più Paesi Membri, spetta alla società scegliere l'autorità competente entro il primo giorno di negoziazioni (14).

La legge applicabile è quella del paese dell'autorità competente e, precisamente: (i) se i titoli della società bersaglio sono negoziati nel paese della sede legale, autorità competente e diritto applicabile saranno quelli del paese della sede; (ii) se, invece, sede della società emittente e paese di negoziazione divergono, alle materie "procedurali" e alle questioni inerenti al corrispettivo dell'offerta si applica il diritto dello Stato dell'autorità competente, mentre alle questioni di "diritto societario" — quali l'informazione da dare ai dipendenti, la soglia per l'opa obbligatoria e le deroghe a quest'ultima — e alle misure difensive, si applica il diritto dello Stato in cui la società bersaglio ha la propria sede legale (15).

La Direttiva, peraltro, non obbliga gli Stati Membri a prevedere un

---

(10) Art. 6, comma 2°, secondo periodo, Direttiva opa.

(11) Art. 4, comma 2°, lett. a, Direttiva opa.

(12) Art. 4, comma 2°, lett. b, primo periodo, Direttiva opa.

(13) Art. 4, comma 2°, lett. b, secondo periodo, Direttiva opa. Di conseguenza, una società quotata solo in un paese diverso da quello della propria sede legale, dopo il lancio di un'opa ostile potrebbe decidere di chiedere l'ammissione alle negoziazioni in un mercato del paese della sede legale, con la conseguenza di spostare a favore di quest'ultimo la competenza e la legge applicabile.

(14) Art. 4, comma 2°, lett. c, primo periodo, Direttiva opa.

In caso di ammissione alla quotazione avvenuta contemporaneamente in più paesi prima della scadenza del termine per attuare la Direttiva, invece, spetta alle autorità di vigilanza di tali paesi accordarsi sul riparto di competenza, entro un termine scaduto il quale il potere di scelta viene attribuito alla società che così può scegliere autorità e legge applicabile: art. 4, comma 2°, lett. c, secondo periodo, Direttiva opa.

(15) Art. 4, comma 2°, lett. e, Direttiva opa.

meccanismo di autorizzazione o nulla-osta al documento d'offerta, ma introduce solo un incentivo a farlo, poiché solo le opa sottoposte ad autorizzazione dell'autorità nazionale competente possono essere estese agli altri Paesi Membri, senza necessità di essere nuovamente autorizzate in ogni singolo paese ("passaporto comunitario") (16).

Torniamo per un momento al caso "MAN/Scania". Il vero quesito posto alla Consob non riguardava tanto il diritto applicabile, quanto se l'art. 6 della Direttiva opa contenesse una norma chiara, precisa e incondizionata e, quindi, se il passaporto comunitario fosse direttamente applicabile anche nelle more dell'attuazione della direttiva. La Consob ritenne, da un lato, che l'art. 6 Direttiva opa fosse direttamente applicabile, ma, dall'altro lato, che il passaporto comunitario nel caso concreto non potesse operare, poiché l'art. 6, comma 2°, Direttiva opa, lo estendeva solo ai paesi in cui i titoli sono ammessi a negoziazione in un mercato regolamentato, non agli altri. Ne conseguiva, secondo la Consob, la conclusione, singolare e probabilmente incompatibile con la Direttiva opa (17), che il documento d'offerta dell'opa MAN/Scania doveva essere sottoposto al vaglio dell'autorità italiana proprio perché i titoli di Scania non erano negoziati in Italia, ma solo "diffusi" tra residenti in Italia in maniera sufficiente da applicare il diritto italiano; il che implica, *a contrario*, che se i titoli fossero stati negoziati su un mercato italiano, si sarebbe dovuto applicare il passaporto comunitario, cosicché la Consob avrebbe dovuto accettare il documento d'offerta approvato dall'autorità svedese e il diritto italiano non avrebbe trovato applicazione. Nel caso di specie, peraltro, la Consob consentì all'offerente di presentare il documento in una forma semplificata, proprio in vista degli elevati costi collegati ad una doppia autorizzazione.

1.4. Il decreto di attuazione della Direttiva opa ha tradotto i principi della Direttiva in norme nazionali che individuano esclusivamente l'am-

---

(16) Art. 6, comma 2°, secondo periodo, Direttiva opa: "*qualora* il documento d'offerta [...] sia stato sottoposto all'approvazione preliminare delle autorità di vigilanza [competenti] e sia stato approvato", esso deve essere riconosciuto negli altri Paesi Membri sui cui mercati sono negoziati i titoli in questione. Quindi, un'offerta pubblica d'acquisto su strumenti negoziati in un Paese Membro, dopo che l'autorità competente ha autorizzato il prospetto, può essere estesa agli strumenti negoziati in mercati regolamentati di altri Paesi Membri, i quali possono richiedere solamente di aggiungere informazioni complementari inerenti a peculiarità del mercato o dell'ordinamento nazionali: art. 6, comma 2°, seconda frase, Direttiva opa.

(17) Infatti, la Direttiva opa conosce solo due criteri di collegamento per individuare l'autorità di vigilanza e la legge applicabile, ossia la sede legale della società e il paese di negoziazione, e non vi è spazio per altri criteri (quale quello del numero di residenti coinvolti); cfr. MUCCIARELLI (nt. 7), 456.



bito di applicazione del diritto italiano e che rispecchiano, dal punto di vista italiano, l'art. 4 della direttiva stessa.

In primo luogo, il t.u.f. stabilisce che la Consob è competente a vigilare su offerte che hanno ad oggetto titoli (i) emessi da una società con sede legale in Italia e quotati in un mercato regolamentato italiano, oppure (ii) emessi da una società con sede legale in uno Stato comunitario diverso dall'Italia, ma quotati esclusivamente su un mercato regolamentato italiano, oppure (iii) emessi da una società con sede legale in uno Stato comunitario diverso dall'Italia e quotati sia su un mercato regolamentato italiano, sia su mercati regolamentati di altri Stati membri, diversi dal paese della sede legale, purché siano stati ammessi alla negoziazione prima sul mercato italiano, oppure, se l'ammissione è avvenuta contemporaneamente su due mercati, se la società emittente ha scelto espressamente di applicare il diritto italiano (18).

Riguardo all'applicazione del diritto italiano, bisogna distinguere a seconda delle materie. In tutti i casi in cui la Consob è competente a esercitare la vigilanza, vengono regolate dal diritto italiano le questioni "procedurali": il corrispettivo dell'offerta, la procedura d'offerta e gli obblighi di informazione, il contenuto del documento d'offerta e la divulgazione dell'offerta stessa (19). Di contro, le norme italiane sull'informazione ai dipendenti della società emittente, sulle questioni di diritto societario, sulla determinazione della soglia per l'opa obbligatoria e le esenzioni da tale obbligo, si applicano se la società emittente ha la sede legale in Italia, anche se i suoi titoli sono negoziati in altri Stati comunitari (20).

2.1. Le opa transfrontaliere che non ricadono nel cono d'ombra della Direttiva opa e, in particolare quelle che coinvolgono ordinamenti di paesi extracomunitari, però, sollevano tuttora numerose questioni irrisolte.

Dal punto di vista del diritto italiano, possiamo enucleare i seguenti casi paradigmatici: (i) opa di una società extracomunitaria sulle azioni di una società italiana quotata in Italia; (ii) opa di una società extracomunitaria su azioni di una società italiana non quotate o negoziate in un mercato italiano, ma con titoli diffusi in Italia; (iii) opa sulle azioni di una

---

(18) Art. 101-ter, comma 3°, t.u.f.

(19) Art. 101-ter, comma 4°, primo periodo, t.u.f.

(20) Art. 101-ter, comma 4°, secondo periodo, t.u.f.



società extracomunitaria, quotata in Italia o, comunque, con titoli diffusi in Italia.

I nuovi criteri di competenza e sulla legge applicabile introdotti nel t.u.f. dal decreto di attuazione della Direttiva opa riguardano solo il "riparto di competenze tra la Consob e le autorità di altri Stati comunitari con riguardo alle offerte pubbliche d'acquisto o di scambio, aventi ad oggetto titoli di società regolate dal diritto di uno Stato comunitario, e strumentali o successive all'acquisizione del controllo" (21). Il t.u.f., quindi, continua a non dettare alcuna regola espressa per tutti gli altri casi, che continuano ad essere regolati secondo il criterio in vigore prima dell'attuazione della Direttiva opa, in base al quale il diritto italiano si applica se almeno cento proprietari dei titoli oggetto dell'opa sono residenti in Italia, indipendentemente dal paese della società bersaglio o dal luogo di quotazione.

Il diritto italiano, pertanto, si applicherà anche al caso *sub* (iii), quando l'opa viene lanciata su una società non comunitaria con titoli diffusi in Italia, così come in tutti i casi in cui le azioni della società bersaglio sono sufficientemente diffuse sul mercato italiano, indipendentemente dalle scelte compiute da altri ordinamenti e, dunque, anche se altri ordinamenti si ritengono competenti a disciplinare l'offerta.

2.2. Una volta chiarita la posizione del diritto italiano riguardo alle opa transfrontaliere extracomunitarie, occorre affrontare le scelte di altri paesi coinvolti a vario titolo dall'opa, le quali potrebbero non coincidere con quelle dell'ordinamento italiano, facendo sorgere conflitti positivi di competenza e la necessità di applicare cumulativamente le leggi di due diversi ordinamenti. Questo potrebbe verificarsi anche riguardo ad opa in cui sono italiani tanto l'offerente quanto la società bersaglio, perché un paese terzo potrebbe ritenere, dal proprio punto di vista, di essere competente a disciplinare l'offerta.

Tra gli ordinamenti di paesi extracomunitari, ai fini della nostra analisi, l'esempio più importante è quello del diritto statunitense, il quale è innervato da un principio di applicazione pressoché universale: la logica di fondo è che le norme americane sulle *tender offer* si applicano sempre, purché l'offerta in qualche modo coinvolga residenti negli USA e a meno che l'offerta non goda di una specifica eccezione (22).

(21) Art. 101-ter, comma 2°, t.u.f.

(22) Cfr. SIEMS, *The rules on the conflict of laws in the European Takeover Directive*, in *ECFR*, 2004, 464 ss.; RYNGAERT, *Cross-border takeover regulation*, in *ECFR*, 2007, 450 s.

Più esattamente, occorre ricordare che il *Securities Exchange Act* del 1934 vieta di negoziare *securities* (23) su un *national exchange* (24) se queste non sono "registered" presso lo stesso *exchange* e la *Securities Exchange Commission* ("SEC") (25). Quando un'offerta di acquisto o di scambio riguarda *registered securities* (26), nessuno può rivolgere un'offerta o un invito a offrire "*directly or indirectly, by use of the mails or by any means or instrumentality of interstate commerce or of any facility of a national securities exchange or otherwise*", se non rispetta le norme procedurali previste dalla *Section 14(d)* del *Securities Exchange Act* e le regolamentazioni di dettaglio ad essa afferenti (*Regulation 14D*) (27). Inoltre, a tutte le offerte, anche su titoli che non sono *registered securities*, quando sono rivolte a soggetti residenti negli USA (*US holders*) (28), si applica la *Section 14(e)* del *Securities Exchange Act*, e le regolamentazioni di dettaglio ad essa afferenti (*Regulation 14E*), che prevedono una ampia disciplina volta a prevenire frodi e assicurare la correttezza nel corso dell'offerta.

Parte della disciplina americana sulle *tender offer*, peraltro, può essere disapplicata, in presenza di determinate condizioni, se l'offerta riguarda titoli di un *foreign private issuer* (29). Queste eccezioni vennero introdotte nel 1999 dalla SEC allo scopo di favorire le offerte transfrontaliere. In particolare, la regolamentazione di dettaglio della SEC prevede due eccezioni dall'applicazione delle norme del *Securities Exchange Act* in materia di *tender offer*, in presenza di requisiti specifici, tra cui il più significativo è il numero di *US holders* presenti tra i proprietari dei titoli oggetto dell'offerta (30).

---

(23) Per la definizione di "security", cfr. *Section 3(a)(10) Securities exchange act 1934*.

(24) Per la definizione di "exchange", cfr. *Section 3(a)(1) Securities exchange act 1934*.

(25) *Section 12(a) Securities exchange act 1934*. La legge americana prevede, peraltro, alcune eccezioni a questo generale obbligo di "registration": cfr. *Section 12(g)(4) Securities exchange act 1934*.

(26) Questa regola vale solo per le offerte "rilevanti", in seguito alle quali l'offerente ottiene almeno il 5% di tali *securities*.

(27) *Section 14(d)(1) Securities exchange act 1934*.

(28) *Instructions to Rule 14d1-(c)(d) Securities exchange act 1934*.

(29) *Rule 3b-4(c) Securities exchange act 1934*.

(30) Si tratta delle *Tier 1* e *Tier 2 exemptions*. Nel caso scatti la *Tier 1 exemption*, non si applica la maggior parte delle norme sulle *tender offer*, sia di quelle specifiche per le *registered securities* sia di quelle generali anti frode (*Rule 14d-1(c) Securities exchange act 1934*); la *Tier 1 exemption* scatta, tra l'altro, quando titoli oggetto dell'offerta sono detenuti da *US holders* in una percentuale inferiore al 10% e a tali *US holders* è garantita parità di trattamento rispetto agli altri proprietari degli stessi titoli.

Nel caso, invece, scatti solo la *Tier 2 exemption*, il diritto americano sulle *tender offer*



Nonostante queste possibili eccezioni, quando viene proposta un'opa su società ad azionariato molto diffuso, anche se i titoli non sono negoziati in un mercato americano, sorge sempre il dubbio che si debba applicare anche il diritto americano e che l'offerta debba essere autorizzata dalla SEC, anche perché gli investitori americani spesso detengono partecipazioni in innumerevoli società di tutto il globo.

Se la società-bersaglio non è americana ed è quotata su un mercato di altro paese, l'applicazione del diritto statunitense delle opa si sommerà probabilmente all'applicazione delle norme del paese del mercato, con un conseguente aggravio in termini di tempi delle procedure e di costi.

L'applicazione cumulativa delle discipline di due ordinamenti diversi, inoltre, potrebbe far sorgere veri e propri conflitti di legge quando le regole procedurali dei due ordinamenti che pretendono di applicarsi non sono tra loro compatibili né conciliabili: si pensi all'ipotesi, tutt'altro che remota, in cui la tempistica dell'opa diverga nei due ordinamenti, o al caso in cui una delle due autorità assuma delle posizioni o prenda delle decisioni riguardo all'opa difformi da quelle assunte dall'altra autorità e senza coordinarsi con questa. Questa situazione sembra figlia della nostra epoca di mercati globalizzati, in cui le grandi società emettono titoli e hanno soci in tutto il mondo e in cui, a un mercato finanziario sostanzialmente unico, si contrappongono innumerevoli legislazioni nazionali, tra loro indipendenti e che autonomamente determinano il proprio campo d'applicazione.

2.3. Il rischio di dover applicare la legge di più ordinamenti alla medesima opa viene ovviato, secondo una pratica assai diffusa, introducendo nel documento d'offerta due tipi di restrizioni. Nonostante questi due tipi di limitazione si presentino spesso in maniera congiunta, mi sembra opportuno illustrarli separatamente, perché diverse potrebbero essere le loro conseguenze sul piano giuridico. Questa prassi è molto diffusa e viene accettata dalla Consob, oltre che da molte altre autorità di vigilanza (31), proprio perché la doppia applicazione del diritto americano (o degli altri paesi che seguono criteri di applicazione "universalistici")

---

trova applicazione, ma vengono introdotti alcune semplificazioni procedurali (ad esempio, l'offerta di obbligazioni può non estendersi a *US holders*, oppure l'offerta può essere frazionata in due offerte di cui una rivolta solo a *US holders*). Rule 14d-1(d) *Securities exchange act* 1934).

(31) Con la significativa eccezione della SEC statunitense. Sulla prassi della SEC, cfr. GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, 56, nt. 33 (l'unico autore italiano che, a quanto mi risulta, abbia affrontato l'argomento).



assieme al diritto del paese del mercato renderebbe i costi dell'opa insostenibili e, in pratica, rischierebbe di far diventare impossibili le offerte pubbliche d'acquisto.

(a) In primo luogo, il documento d'offerta potrebbe prevedere una *restrizione del novero degli oblati*, escludendo i residenti in paesi che prevedono criteri di applicazione delle proprie norme sull'opa tendenzialmente universali. Questo tipo di restrizione, nei testi dei documenti d'offerta, viene espressa affermando che l'offerta non verrà diffusa a *US holders* e che verranno accettate solo adesioni che rispettano tali limiti (32), oppure con frasi come “[i]l presente Documento d'Offerta non costituisce e non potrà essere interpretato quale offerta rivolta a soggetti residenti negli Stati Uniti d'America e [nei paesi in cui] una simile promozione o la sua diffusione non sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità” (33).

(b) In alternativa, l'offerente potrebbe *limitare la diffusione del documento d'offerta*, escludendo i mercati dei paesi con pretese di applicazione universalistica, vale a dire solitamente gli USA, il Canada, l'Australia e il Giappone. A tal fine, nel documento d'offerta è inserito il divieto di pubblicizzare, diffondere o presentare, anche individualmente o via *internet* e posta elettronica, sul territorio di tali paesi o da parte di intermediari residenti in tali paesi, il documento d'offerta stesso e tutti i comunicati relativi all'offerta (34).

I due tipi di restrizioni (restrizione al novero degli oblati e restrizione

---

(32) Cfr., ad esempio, l'opa di ENI s.p.a. sulle azioni di Italgas s.p.a., del dicembre 2002; l'opa di Veneto Banca Holding s.p.a. sulle azioni di Banca Popolare di Intra s.p.a., luglio 2008, sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

(33) Cfr., ad esempio, l'opa di Lavorwash s.p.a. sulle azioni di Zenith s.p.a., maggio 2008, sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

(34) Ad esempio: nel documento d'offerta di Lavorwash sulle azioni di Zenith si trova scritto: “L'Offerta non è stata e non sarà promossa, né direttamente né indirettamente (anche attraverso i servizi postali o qualsiasi altro mezzo o strumento di comunicazione o commercio internazionale, ivi inclusi, in via esemplificativa e non esaustiva, il fax, il telex, la posta elettronica, il telefono ed internet), negli Stati Uniti d'America, nei relativi territori e possedimenti o in ogni altro territorio che è sottoposto a giurisdizione degli Stati Uniti d'America [...]”; nel recente documento d'offerta di Smurfit Kappa Holding s.p.a. sulle azioni di Smurfit Sisa s.p.a. (approvato il 6 agosto 2008) è scritto anche che l'offerta “non è stata e non sarà diffusa negli Stati Uniti d'America nonché in qualsiasi altro Paese nel quale tale diffusione non sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità”.

Nel caso, invece, in cui l'opa sia estesa anche ai cittadini e ai residenti americani, la prassi tende a redigere un separato documento d'offerta da sottoporre alla SEC; cfr. ad esempio, l'opa di RFS Holding BV sulle azioni di ABN Amro BV, del luglio 2007, sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

alla diffusione del documento) devono essere considerati separatamente, perché diversa è la loro incidenza sui principi generali delle offerte pubbliche d'acquisto e, in particolare, la loro compatibilità con il principio di parità di trattamento.

2.4. La Direttiva opa enuncia il principio di parità di trattamento in questi termini: "tutti i possessori di titoli di una società emittente della stessa categoria devono beneficiare di un trattamento equivalente" (35). Si tratta di un principio fondamentale, poiché le legislazioni e le autorità nazionali possono prevedere deroghe alle norme della Direttiva opa, ma solo rispettando i principi dell'articolo 3°, tra cui si trova la parità di trattamento (36).

La formulazione del principio di parità di trattamento nel diritto italiano è leggermente diversa, poiché l'art. 103, comma 1°, t.u.f., impone di rivolgere l'offerta "a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto". La differenza tra la formulazione della Direttiva opa e quella del t.u.f. è solo apparente, poiché nella versione italiana della parità di trattamento per "prodotti finanziari" si devono intendere tutti i prodotti finanziari di una certa classe individuata in astratto: è la classe di prodotti finanziari ad essere "oggetto" dell'opa, cosicché la parità deve riguardare tutti i titolari del prodotto in questione, senza che l'offerente possa preliminarmente escludere alcuni di essi.

La parità di trattamento "entro l'opa" (37), quindi, è un caso di parità di trattamento di mercato, che non ammette discriminazioni tra titolari dello stesso prodotto finanziario. L'unica discriminazione ammessa è tra prodotti finanziari, potendo l'offerente (a) proporre l'opa per una categoria e non per tutte, oppure (b) trattare diversamente i proprietari di prodotti finanziari diversi, sulla base delle differenze intrinseche dei prodotti stessi (38).

(35) Art. 3, comma 1°, lett. a, Direttiva opa.

(36) Art. 4, comma 5°, secondo periodo, Direttiva opa.

(37) La parità di trattamento "entro l'opa", intesa cioè come meccanismo di funzionamento e distribuzione all'interno di una opa già lanciata, deve essere distinta dalla parità di trattamento tra soci riguardo alla distribuzione del premio del controllo, che rappresenta una delle possibili *ratio* dell'opa obbligatoria. Cfr. VERSE, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften*, Tübingen, 2006, 184; D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano 2007, 369 ss.; TOLA, *Opa e tutela delle minoranze*, Napoli, 2008, 87.

(38) LAMANDINI, *Commento all'art. 103*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di Campobasso, Torino, 2000, vol. 2, 880; CANNELLA, *Commento all'art. 103*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di Marchetti e Bianchi, vol. 1, Milano, 1999, 226; GATTI (nt. 31), 229; TOLA (nt. 37), 88 ss.



Ne consegue che qualsiasi restrizione all'opa, che escluda alcuni possessori di una stessa categoria di titoli in funzione della nazionalità o della residenza, violi inesorabilmente il principio di parità di trattamento. La prima delle due tipologie di restrizioni prima enucleate, ossia la restrizione del novero degli oblati, quindi, ancorché molto diffusa nella prassi, non sembra compatibile con il diritto italiano e con la Direttiva opa.

Inoltre, quando le restrizioni del novero degli oblati in funzione della residenza vengono introdotte in un'opa obbligatoria, queste violano un principio diverso e ulteriore rispetto alla parità di trattamento "entro l'opa", vale a dire la stessa *ratio* dell'istituto dell'opa obbligatoria, *ratio* che viene identificata nell'intento di attribuire a tutti i soci di minoranza (i) la possibilità di partecipare al premio di maggioranza, oppure, (ii) l'opportunità di compiere scelte di disinvestimento non distorte (nell'interesse quindi dell'allocazione efficiente delle risorse) (39). Quando viene apposta una restrizione ad un'opa obbligatoria, la conseguenza è che, a parità di titoli azionari detenuti, alcuni soci godono del diritto all' "exit" e alla quota di premio del controllo ed altri no, e questo sulla base di loro caratteristiche personali ed extra-sociali, quali il paese di residenza o la cittadinanza.

Alcuni ordinamenti di Pesi Membri, ma non quello italiano, disciplinano espressamente queste situazioni. Ad esempio, nell'ordinamento tedesco l'offerente può apporre restrizioni ai destinatari dell'opa, anche se è dibattuta sia l'estensione sia la compatibilità di questa norma con la Direttiva opa. In base al § 24 *WpÜG* (40) l'autorità di vigilanza (*BaFin*) può autorizzare l'offerente a escludere da un'opa transfrontaliera determinati soggetti individuati in funzione della loro residenza o cittadinanza, ma solo se la loro inclusione renderebbe applicabile un'altra legge, oltre a quella tedesca, e se questa doppia applicazione sia ritenuta impraticabile (*unzumutbar*) per l'offerente. Analogamente, la *Rule 30.3* del *City Code on Takeovers and Mergers* londinese consente di non diffondere i documenti relativi all'offerta tra i soci non residenti nello Spazio Economico Europeo, ma solo se sussistono "giustificazioni di carattere oggettivo", anche riguardo ai costi della doppia applicazione.

(39) La *ratio* dell'opa obbligatoria non può essere oggetto di analisi approfondita in queste pagine; per una sintesi, tra i molti, si vedano ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, 13 ss.; COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, 124; GATTI (nt. 31), 144 ss.; TUCCI, *La violazione dell'obbligo di offerta pubblica d'acquisto*, Milano, 2008, 38 ss. (per il quale l'opa obbligatoria sarebbe finalizzata a garantire che la società resti "scalabile").

(40) *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*, la legge tedesca sull'opa.



In mancanza di una norma analoga a queste, l'interprete del diritto italiano deve chiedersi se le restrizioni del novero degli oblati siano legittime. A tale proposito, è stato sostenuto che le restrizioni sono fondate su un criterio di applicazione territoriale, tale per cui la parità di trattamento trova un limite nei confini nazionali (41). Questa tesi, però, non è condivisibile, perché, se così fosse, la parità di trattamento si applicherebbe ai soli oblati residenti in Italia anche in mancanza di restrizioni esplicite e senza bisogno che il documento d'offerta restringa espressamente il loro novero. Pertanto, di fronte ad un testo legislativo chiaro e che non ammette eccezioni, l'esclusione di categorie di proprietari del titolo oggetto dell'opa in funzione della residenza può essere giustificata solo sulla base di principi generali di equità, come il principio *ad impossibilia nemo tenetur* (42) o la "natura delle cose".

Nel valutare la legittimità di simili clausole di restrizione, occorre considerare che l'offerente talvolta ha a disposizione un'alternativa, ossia frammentare l'offerta in tante *tranche* quanti sono i possibili mercati e le possibili leggi applicabili, ognuna delle quali viene rivolta solo ai residenti nel paese la cui legge potrebbe applicarsi. Pertanto, a fronte di un documento d'offerta "principale", che contiene una restrizione rivolta agli oblati residenti in uno o più Paesi, l'offerente redige e presenta alle autorità di vigilanza di questi mercati altrettanti documenti d'offerta limitati ai residenti nei suddetti paesi e che, come in un puzzle, si specchiano e completano il documento d'offerta principale. Per rispettare il principio di parità di trattamento, i documenti d'offerta devono contenere gli stessi elementi essenziali e, in particolare, lo stesso corrispettivo; ma le varie autorità di vigilanza potranno richiedere informazioni supplementari in applicazione del diritto nazionale e, inoltre, le varie tranche dell'opa potrebbero avere tempistiche tra loro diverse.

Seguendo quest'interpretazione, possiamo concludere che sono legittime le restrizioni al novero degli oblati in quelle ipotesi in cui, se si applicasse anche il diritto di altri paesi, l'offerta materialmente non potrebbe svolgersi per la assoluta inconciliabilità delle due discipline, tale per cui l'offerente non potrebbe rispettarle nemmeno frazionando l'offerta in due o più *tranche*, oppure perché una delle discipline applicabili non consente, in generale o nel caso di specie, di frazionare l'offerta in più

(41) Così, sia pure attribuendo quest'interpretazione alla Consob, GATTI (nt. 30), 56, nt. 33.

(42) Von HEIN, *Zur Kodifikation des europäischen Übernahmekollisionsrecht*, in ZGR, 2005, 561.

*tranche*. A diversa conclusione si deve giungere quando la restrizione viene motivata sulla base della eccessiva onerosità di applicare due leggi diverse, nonostante tali leggi siano tra loro astrattamente conciliabili, sia pure con costi elevati. In un simile frangente, è più difficile invocare il principio *ad impossibilia nemo tenetur* o la natura delle cose, cosicché la restrizione del novero degli oblati deve essere ritenuta per lo più illegittima (43).

Altra valutazione merita il secondo tipo di restrizione, ossia la limitazione alla sola diffusione del documento d'offerta. Questa limitazione, infatti, non discrimina i titolari del prodotto finanziario oggetto dell'opa in funzione di fattori quali la residenza o la cittadinanza, ma rappresenta semplicemente un accorgimento pratico finalizzato a impedire il più possibile l'applicazione del diritto di paesi che seguono criteri di applicazione "universalistici". La limitazione alla diffusione, quindi, è valida, purché l'offerente non si rifiuti di acquistare titoli da residenti nei paesi esclusi, perché se così fosse si ricadrebbe nella prima clausola e, quindi, si tratterebbe di una restrizione del novero degli oblati mascherata (44).

3.1. La direttiva opa, come abbiamo visto, introduce alcune regole generali atte a stabilire la legge applicabile alle opa transfrontaliere comunitarie, applicando il diritto del paese della società bersaglio alle materie afferenti *lato sensu* al diritto societario e la legge del mercato alle questioni di "diritto del mercato" (quale la procedura dell'opa). Nonostante questa norma generale, la Direttiva opa non chiarisce tutti i possibili problemi, ma enumera solo alcune questioni specifiche attraverso una elencazione non tassativa.

Mi limiterò ad affrontare, in questo contesto, alcune questioni aperte, consapevole del grado di arbitrarietà di questa scelta (45): la legge applicabile al diritto di acquisto ("squeeze-out"), all'obbligo di acquisto ("sell-out") e al comunicato dell'emittente. A tale riguardo, seguendo la classificazione prevista dalla Direttiva opa e ora anche dal t.u.f., dobbiamo chiederci se tali questioni siano soggette alla legge del paese ove la società

---

(43) In senso diverso, cfr. l'opinione di VERSTEEGEN, § 24, n. 20, in *Kölner Kommentar zum WpÜG*, Köln, 2002, che ritiene si possa chiedere l'autorizzazione a restringere il novero degli oblati sulla base del rapporto tra maggiori oneri finanziari derivanti dall'estensione e numero di azionisti concretamente coinvolti.

(44) Così WACKERBARTH, § 24 *WpÜG*, n. 22, in *Münchener Kommentar zum AktG*<sup>2</sup>, München, 2004; DIEKMANN, § 24 n. 13, in *WpÜG*, (a cura di Baums - Thoma), Köln, 2007; SCHRÖDER, § 24, n. 18, in *Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*<sup>2</sup>, a cura di Haarmann — Schüppen, Frankfurt a.M., 2005.

(45) Per una analisi più completa cfr. BENEDETTI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in questa Rivista, 2007, I, 565 ss.



bersaglio ha la propria sede legale, come questioni di "diritto societario", oppure alla legge del paese del mercato regolamentato, come le questioni procedurali o di "diritto del mercato".

Si tratta di un classico problema internazionalprivatistico di qualificazione della fattispecie. Nel nostro caso, però, occorre assicurare l'uniformità delle soluzioni in tutti i Paesi Membri, perché è questo l'obiettivo delle direttive di armonizzazione, e quindi la qualificazione non può essere compiuta *lege fori*, ma in base ad un'interpretazione uniforme per tutta la UE e conforme alla Direttiva opa (46).

Il medesimo problema di qualificazione sorge anche riguardo ad opa transfrontaliere che non rientrano nel campo d'applicazione della Direttiva opa. Proprio in relazione a queste opa emerge la rilevanza sistematica della qualificazione di questi istituti. Lo *squeeze-out*, il *sell-out* o il comunicato emittenti, infatti, non accettano, o accettano con estrema difficoltà, di farsi incasellare entro le classiche ricostruzioni dogmatiche su cosa sia "diritto societario" e cosa "diritto del mercato", per le quali il primo sarebbe l'insieme di norme sull'organizzazione della società, mentre il secondo sarebbe il complesso di norme, di diritto pubblico o di diritto privato, che hanno come propria fattispecie il singolo scambio o l'azionista come potenziale venditore. La difficoltà di ricondurre i nostri istituti a queste classificazioni è segno dei tempi e impone all'interprete di svelare i veri problemi giuridici celati dietro a concetti dogmatici tralattizi. A tal fine, solo un'analisi comparata degli ordinamenti nazionali basata sulla funzione pratica delle norme può condurre a risultati interpretativi apprezzabili (47).

3.2. Il diritto di acquisto consente all'offerente che ha ottenuto, grazie a un'opa totalitaria, una partecipazione particolarmente elevata nella società, di acquistare i titoli residui ad un "giusto prezzo" (48). Nella Direttiva opa, la percentuale rilevante, superata la quale l'offerente ha diritto ad acquistare i titoli residui, è del 90% del capitale con diritto di voto, che può essere elevata sino al 95% dalla legislazione nazionale: opzione di cui si è avvalso il legislatore italiano (49). Il diritto di acquisto, quindi, è un istituto che tutela l'offerente, garantendogli la possibilità di liberarsi di minoranze infime.

(46) Così Von HEIN (nt. 4), 229; ID. (nt. 42), 554; BENEDETTELLI (nt. 45), 569.

(47) KOTZ, *Alte und neue Aufgaben der Rechtsvergleichung*, in JZ, 2002, 257 ss. (ora anche in *Undogmatisches*, Tübingen, 2005, 138 ss.).

(48) Art. 15 Direttiva opa.

(49) Art. 111, comma 1°, t.u.f.



L'obbligo di acquisto, al contrario, tutela i soci di minoranza, cui è consentito di vendere i propri titoli dopo la conclusione di un'opa e nonostante abbiano deciso originariamente di non aderirvi, se l'opa ha successo e l'offerente ottiene una percentuale molto elevata del capitale sociale (50). Per la verità, l'obbligo di acquisto nel diritto italiano viene sdoppiato in due diversi istituti aventi finalità diverse. L'art. 108, comma 1°, t.u.f. impone all'offerente che, a seguito di un'opa totalitaria, venga a detenere una partecipazione pari ad almeno il 95% del capitale, di acquistare i restanti titoli (ossia tutti gli strumenti finanziari con diritto di voto) da chi ne faccia richiesta. Se questa prima fattispecie non si applica, il secondo comma dell'art. 108, t.u.f. prevede una seconda ipotesi di "sell-out", che corrisponde a quella già esistente nel t.u.f. prima dell'attuazione della Direttiva opa: chiunque, anche senza lanciare un'opa, venga a detenere il 90% del capitale negoziato su un mercato regolamentato, deve acquistare i restanti titoli, a meno che non ripristini il flottante entro 180 giorni. Quindi, il primo obbligo di acquisto (art. 108, comma 1°, t.u.f.) attua la Direttiva opa e tutela gli interessi degli azionisti di minoranza rimasti "intrappolati" nella società dopo che un'opa ha avuto successo; il secondo obbligo di acquisto (art. 108, comma 2°, t.u.f.) al contrario, tutela la liquidità del mercato in quanto tale e solo mediamente l'interesse degli azionisti di minoranza alla liquidità del loro titolo, come dimostra il fatto che l'obbligo viene meno se viene ripristinato il flottante.

A differenza della Direttiva opa, il legislatore italiano ha espressamente individuato l'ambito di applicazione spaziale di *squeeze-out* e *sell-out*, con una scelta coincidente a quella dell'opa obbligatoria, per cui le norme italiane si applicano "alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani" (51).

Ma la Direttiva opa sul punto tace e potrebbero verificarsi disarmonie interpretative tra i diversi paesi comunitari così come conflitti positivi o negativi di giurisdizioni e di legge. Si pensi al caso, sottoposto di recente alla Consob (52), di un'opa sulle azioni di una società italiana quotata solo sul mercato regolamentato di altro Stato Membro. Per il diritto italiano, in una simile circostanza non si dovrebbe applicare né il diritto di acquisto né l'obbligo d'acquisto, poiché la società non ha titoli negoziati in Italia. In

---

(50) Art. 16 Direttiva opa.

(51) Art. 105, comma 1°, t.u.f.

(52) Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/7112548 del 28 dicembre 2007, relativa all'applicazione della disciplina italiana sullo *squeeze-out* ad una società italiana quotata in un mercato estero.

questo caso, quindi, l'applicazione di due istituti espressamente previsti dalla Direttiva opa dipende dalle scelte compiute dal paese del mercato in cui le azioni della società-bersaglio sono quotate o negoziate: se questo si ritiene competente a regolamentare *squeeze-out* e *sell-out*, perché qualifica tali istituti come di "diritto del mercato" e li sottopone alla propria legge, l'attuazione della Direttiva opa non conosce lacune; se, al contrario, il paese del mercato non si ritiene competente, perché qualifica *squeeze-out* e *sell-out* come "diritto societario" e, quindi, rinvia al diritto italiano, dopo la conclusione dell'opa non si applicherebbe nessuno dei due istituti, sottraendo così all'offerente e ai soci di minoranza due tutele espressamente previste dalla Direttiva opa.

Questa situazione non sembra in linea con l'obiettivo della Direttiva opa di stabilire un criterio uniforme per individuare la legge applicabile a tutte le questioni afferenti all'opa. Sarebbe preferibile, quindi, se il legislatore italiano eliminasse il riferimento dell'art. 105 t.u.f. alle società con titoli negoziati su un mercato regolamentato italiano ed estendesse l'applicazione delle norme italiane su *squeeze-out* e *sell-out* a tutte le società italiane quotate in mercati regolamentati comunitari, con la sola eccezione di quella particolare tipologia di *squeeze-out* prevista dal secondo comma dell'art. 108 t.u.f. Quest'ultimo, infatti, è un istituto finalizzato a tutelare l'interesse del mercato alla liquidità dei titoli, come testimonia il venir meno dell'obbligo se viene ripristinato il flottante, e, pertanto, è giustificata la scelta di limitarne l'ambito di applicazione alle sole società italiane quotate in Italia.

Ma anche questa soluzione lascia inevaso il rischio di conflitti di legge o di giurisdizione, perché la Direttiva opa non prevede un criterio esplicito per individuare la legge applicabile al *sell-out* e allo *squeeze-out*, cosicché altri paesi membri potrebbero comunque adottare criteri incompatibili con quello italiano. Più in generale, occorre ricordare che la Direttiva opa prevede un criterio di coordinamento tra gli ordinamenti dei Paesi Membri di carattere esclusivo, nel senso che le materie afferenti all'opa devono essere soggette alternativamente alla legge del paese della società bersaglio, se qualificate come "diritto societario", o alla *lex mercatus*, se qualificate come "diritto del mercato", senza che possano esistere lacune. Di conseguenza, è necessario qualificare gli istituti dello *squeeze-out* e del *sell-out*, come "diritto societario" o "diritto del mercato", ai fini dell'applicazione della Direttiva opa, e in base ad una interpretazione conforme ad essa.

Qualunque soluzione si prediliga riguardo a tale interrogativo, i Paesi Membri non possono restringere l'ambito di applicazione della legge



richiamata dalla Direttiva opa, sia essa la *lex societatis* sia la *lex mercatus*. Di conseguenza, l'art. 105, comma 1°, t.u.f., che restringe l'applicazione dei due istituti alle sole società italiane quotate in Italia, mescolando in tal modo i due criteri di collegamento della Direttiva opa, non è compatibile con il diritto comunitario derivato: non lo è ovviamente se si ritiene che *squeeze-out* e *sell-out* siano soggetti alla *lex mercatus*, perché in tal caso le norme italiane dovrebbero applicarsi a tutte le società con azioni negoziate su mercati regolamentati italiani, e non solo alle società italiane; ma l'art. 105, comma 1°, t.u.f. non rispetterebbe la Direttiva opa nemmeno qualificando *squeeze-out* e *sell-out* come istituti di "diritto societario", poiché in tal caso le norme italiane dovrebbero applicarsi a tutte le società italiane, ovunque siano quotate, e non solo a quelle con titoli negoziati in un mercato regolamentato italiano.

La stessa qualificazione dello *squeeze-out* e del *sell-out* data ai fini della Direttiva opa deve essere mantenuta anche per opa transfrontaliere extracomunitarie. La questione non può essere risolta sulla base della tradizionale distinzione tra diritto del mercato e diritto societario, ma, secondo un approccio "funzionalistico", dovremo interrogarci sulla funzione svolta dall'istituto in esame e chiederci se il problema che tali istituti mirano a risolvere dipenda dal lancio di un'opa o si presenti indipendentemente da esso. Ora, sia l'obbligo di acquisto sia il diritto di acquisto potrebbero esistere nell'ordinamento anche a prescindere dal lancio di un'opa, cosicché, se si accetta questo modo di ragionare, è gioco forza attrarre *squeeze-out* e *sell-out* tra le regole di "diritto societario" (53). È evidente la scelta restrittiva compiuta dal legislatore italiano, che applica lo *squeeze-out* e il *sell-out* solo quando la società emittente italiana ha titoli negoziati in Italia, scelta di cui l'interprete, riguardo alle opa "extracomunitarie", cui non si applica la Direttiva opa, non può che prendere atto.

3.3. L'ultima questione aperta è la legge applicabile al comunicato che l'emittente deve pubblicare al momento del lancio di un'opa su suoi titoli.

La Direttiva opa prevede che l'organo amministrativo della società bersaglio "redige e rende pubblico un documento contenente il suo parere motivato sull'offerta, compreso il suo parere sugli effetti che il suo eventuale successo avrà su tutti gli interessi della società, compresa l'occupazione e sui piani strategici dell'offerente per la società emittente e le loro

---

(53) Cfr. Von HEIN (nt. 41), 554.



ripercussioni probabili sull'occupazione [...]» (54). Analoga previsione è contenuta nel t.u.f., in base al quale il cda della società bersaglio «diffonde un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione dell'offerta stessa» e, inoltre, gli effetti che il successo dell'opa avrà sull'interesse dell'impresa e sull'occupazione (55).

Se ci muovessimo in un contesto puramente nazionale, l'interprete sarebbe posto solo di fronte al problema di qualificare il comunicato dell'emittente come istituto di «diritto societario» o «diritto del mercato» e lo dovrebbe fare *lege fori*, impiegando l'armamentario concettuale e dogmatico della propria tradizione giuridica nazionale. Ma dal momento che questa materia è assunta all'interno di una direttiva di armonizzazione, anche la relativa qualificazione deve essere conforme alla direttiva stessa, indipendentemente dalla qualificazione data in base alla *lex fori*. Ancora una volta il diritto comunitario derivato costringe i giuristi nazionali ad abbandonare le proprie ricostruzioni tradizionali, per cercare schemi e interpretazioni comuni.

Una prima opzione, fondata sulla Direttiva opa, potrebbe far leva sul fatto che la direttiva stessa sottopone le questioni relative «all'informazione che deve essere fornita ai dipendenti della società emittente» alla legge della sede legale della società bersaglio. Si potrebbe sostenere con ragionamento *a fortiori* che, poiché anche il comunicato dell'emittente dev'essere trasmesso ai dipendenti della società, tutte le questioni relative al comunicato stesso siano soggette alla legge della società bersaglio (56).

La qualificazione del comunicato come diritto societario, peraltro, non regge ad un'indagine più attenta. Il comunicato dell'emittente, infatti, rappresenta un elemento necessario e fondamentale del procedimento dell'opa ed è la prima risposta della società emittente all'offerta stessa (57). In particolare, il comunicato, oltre ad essere trasmesso ai lavoratori, è destinato a realizzare una completa informazione degli azionisti *uti singuli* in merito alla convenienza dell'offerta (58). Occorre tenere presente che il minimo comun denominatore tra i destinatari del comu-

(54) Art. 9, comma 5°, Direttiva opa.

(55) Art. 103, commi 3° e 3°-bis, t.u.f..

(56) MÜLBERT, *Umsetzungsfragen der Übernahmerichtlinie — Erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG*, in NZG, 2004, 638.

(57) VON HEIN (nt. 42), 557.

(58) Cfr. REGOLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino 1996, *passim*; ID., *Doveri di assistenza degli amministratori e nuovo ruolo dei soci in pendenza di opa*, in Riv. soc., 2000, 803 ss.; HOF, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, 166 ZHR, 2002, 421 (per il quale il comunicato dell'emittente dev'essere qualificato come istituto di diritto del mercato); TOLA (nt. 37), 47 ss.

nicato non è l'essere "soci" di una società regolata dalla legge di un certo paese o il partecipare alla relativa "attività comune", bensì proprio il "mercato" in cui il titolo è negoziato, che ne rappresenta il momento dinamico di mediazione e incrocio di interessi (59). Infatti, il diritto italiano prevede che tale comunicato debba essere trasmesso alla Consob, prima ancora che ai suoi destinatari e, quindi, lo concepisce come una fase del procedimento dell'opa. Sul piano funzionale l'intera procedura perderebbe di coerenza se il comunicato dell'emittente fosse regolato da una legge diversa da quella dell'opa e, soprattutto, se fosse vigilato da una diversa autorità (60). Ne consegue, che al comunicato dell'emittente deve applicarsi la *lex mercatus*, non la *lex societatis*.

È opportuno, però, chiarire meglio la portata di questa conclusione, distinguendo due diverse tipologie di questioni giuridiche legate al comunicato. Il comunicato dell'emittente, infatti, è soggetto alla legge del mercato e alla vigilanza dell'autorità del mercato in quanto elemento del procedimento dell'opa, atto a informare compiutamente gli oblati. L'ambito di applicazione del diritto del mercato, pertanto, si esaurisce agli aspetti procedurali del comunicato, mentre alle questioni tipicamente di diritto societario si continuerà ad applicare la legge della società emittente; così, ad esempio, le eventuali azioni di responsabilità degli azionisti per erroneità o infedeltà del comunicato dovranno essere proposte in base ai criteri di diligenza e correttezza previsti dalla legge della società bersaglio.

FEDERICO M. MUCCIARELLI

*Prof. ass. di Diritto commerciale*

*Università di Modena e Reggio Emilia*

---

(59) Questa riflessione, in realtà, prescinde dalla Direttiva opa e può essere applicata anche a opa transfrontaliere extracomunitarie. Nel diritto americano, ad esempio, la disciplina sul comunicato emittenti è contenuta nella Rule 14e-2, che attua la *Section 14e* del *Securities exchange act 1934* e che, come abbiamo visto in precedenza, si applica a tutte le opa rivolte a *US holders*.

(60) *Von HEIN* (nt. 42), 557.